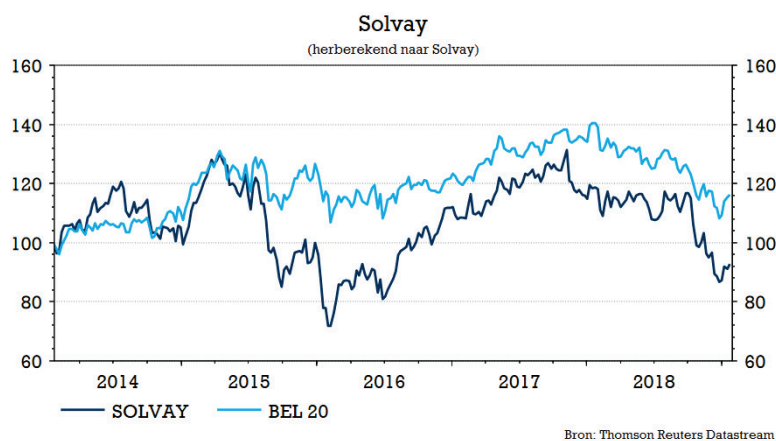


“Solvay: composieten als troefkaart”

Uit het departement: “Inzoomen op een analistennota”

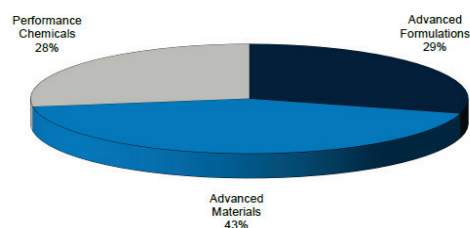
Solvay heeft in het afgelopen decennium zijn portefeuille ingrijpend gewijzigd, met onder meer de verkoop van de farmaceutische activiteiten en een reeks activiteiten die gekenmerkt worden door een lagere groei of een vrij cyclische activiteit, zoals chlorovinyloproducten en polyamide (deze laatste transactie is nog aan de gang). Omgekeerd deed Solvay ook enkele overnames, waarvan Rhodia en Cytec de belangrijkste waren. Hoe staat de groep er vandaag voor ?



Van Clamadieu naar Kadri

Nu de transformatie grotendeels achter de rug is, gaf ex-CEO Clamadieu recent de scepter door aan Ilham Kadri. KBC Securities is van mening dat haar prioriteiten voor de komende jaren zullen liggen op het benutten van de organische groei, het benutten van het synergiepotentieel van de combinatie van Cytec met de oude activiteiten van Solvay en een verdere stroomlijning van de organisatie. Begin dit jaar lanceerde de groep trouwens een transformatieplan dat de recurrente EBITDA met 150 miljoen euro per jaar moet doen toenemen. Dat moet binnen een periode van drie jaar volledig worden gerealiseerd.

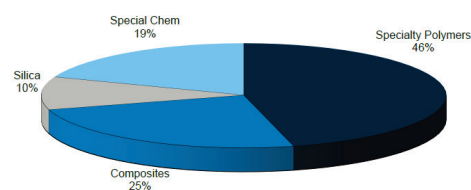
Solvay's bedrijfsmodel is gebaseerd op complementaire activiteiten met twee gespecialiseerde groeiplatformen – Advanced Materials, Advanced Formulations en Performance Chemicals (natriumcarbonaat). Die laatste is de kaskoe van de groep, die de financiering voor de innovatie bij Solvay voorziet.



Advanced Materials

Volgens KBC Securities ligt het grootste groeipotentieel van het bedrijf op lange termijn binnen de cluster van de composieten. Op korte termijn viel de omzet de eerste twee jaar na de overname van Cytec met 11% terug door verschuivingen binnen de luchtvaartindustrie (teruggang van breedrompvliegtoegen en verschuiving naar nieuwere generatie platformen, waardoor de productie soms hapert). Na een verdere daling in de eerste helft van het jaar (-4,3%), verhoogde de groei tot 13% in het derde kwartaal.

KBC Securities onderstreept dat nu een structurele groeifase in de lucht- en ruimtevaartindustrie is ingezet, met een versnelling van de productieschema's van een nieuwe generatie vliegtuigen en orderboekjes die goed gevuld zijn. Op basis van de analyse van de productieverhogingen voor enkele van de belangrijkste platformen, namelijk de B737Max, A320neo en F-35 kan de omzetgroei, ceteris paribus, voor composieten versnellen tot ruim 15% volgend jaar.



KBC Securities ziet ook een enorme groeimogelijkheid voor composieten in de automobiellindustrie. De argumenten voor het gebruik van composieten in de lucht- en ruimtevaart, hetzij een sterk, lichtgewicht

materiaal dat het mogelijk maakt om te besparen op gewicht en dus brandstofverbruik, zijn ook geldig voor auto's. Strengere emissiewetgeving en een voorgestelde verdere vermindering van 35% van de CO₂-uitstoot tegen 2030, is een sterk argument voor een bredere toepassing in de automobielsector. Het totale gewicht van de wereldwijd geproduceerde personenauto's is elk jaar meer dan 1000x groter is dan dat van alle commerciële vliegtuigen. Een voorbehoud is dat de productietechnologie verder moet worden verbeterd om adoptie op de massamarkt voor auto's mogelijk te maken en dat zal ongetwijfeld tijd vragen.

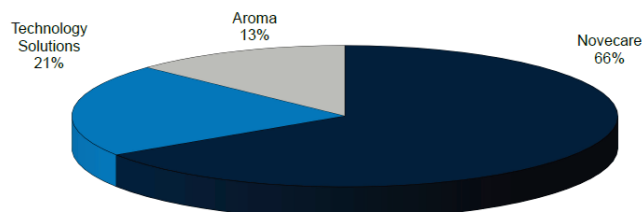
De totale omzet van divisie Advanced Materials daalde met 0,9% in de eerste drie kwartalen van het jaar, met een organische groei van +3,8%. Specialty Polymers wordt momenteel getroffen door een daling van het aantal slimme apparaten, als gevolg van een lagere penetratie van de nieuwste generaties Apple-telefoons. Daarom zal de Smart Device-afdeling waarschijnlijk onder druk komen te staan.

Ook voor de rest van de Speciale Polymeren is KBC Securities eerder conservatief, omwille van de aanzienlijke blootstelling aan de autosector. Er wordt gemikt op een stabiele omzet in het vierde kwartaal en 2% groei in 2019. Voor composietmaterialen wordt een groei van 10% verwacht voor het vierde kwartaal van 2018 en 15% groei in 2019. Nadien moet de groei afbotten richting 10%.

Advanced Formulations

Solvay's Advanced Formulations bestaat uit drie business units, namelijk Novecare, Technology Solutions (het onderdeel mijnbouwchemicaliën van Cytec) en de kleinere Aroma-activiteiten.

Olie & gaschemicaliën vormen een belangrijk onderdeel voor Novecare. Die kwamen onder aanzienlijke druk te staan nadat de olieprijs meer dan gehalveerd waren ten opzichte van de ongeveer 100 dollar per vat midden 2014. Met het herstel van de prijzen voor ruwe olie en gas sinds het begin van 2016, hebben Solvay's olie & gaschemicaliën zich de afgelopen twee jaar ook aanzienlijk hersteld. De volumes herstelden min of meer tot op het niveau van 2014, maar klanten werden kostenbewuster, waardoor de product & de prijs/mix nog niet terug zijn op het topniveau staat.



Solvay rekt op een samengestelde groei voor olie & gaschemicaliën van 4-5% in de komende 4 jaar. Op dat moment was de olieprijs (Brent) bijna 80 dollar per vat. De olieprijs hebben sindsdien ongeveer 20 dollar per vat verloren, waardoor de vooruitzichten voor Novecare terugvielen. Na de recente daling van de olieprijs stelde analist Wim Hoste zijn scenario naar beneden bij en mikt nu een omzetgroei richting 3% groei tegen 2021.

In de chemische producten voor de mijnbouw is Solvay een wereldleider op het gebied van metaalscheidingstechnologieën. Het bedrijf is voornamelijk afhankelijk van koper, dat ongeveer 60% van de omzet van de business unit vertegenwoordigt.

De volumes in Technology Solutions, voornamelijk mijnbouwchemicaliën, stijgen sinds begin 2018 met meer dan 10% en Solvay verwacht voor de komende vier jaar vlot 3% groei. Met dank aan de toenemende vraag naar metaal, een daling van de ertskwaliteiten en een duidelijk streven naar productiviteit.

Performance Chemicals

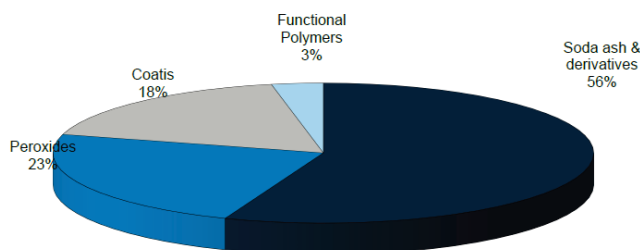
Performance Chemicals bestaat uit vier business units, waarvan natriumcarbonaat en afgeleide producten veruit de belangrijkste zijn. De bedrijfskasstroom kan deze divisie in 2018 50 miljoen euro dalen omdat hogere energiekosten niet konden worden doorgerekend aan de consument. Maar de resultaten in de afgelopen kwartalen toonden wel aan dat de margedruk over het geheel genomen vrij beperkt is geweest.

De wereldwijde vraag naar natriumcarbonaat (ex China) zal naar verwachting jaarlijks gemiddeld 2 à 3% groeien tussen 2017 en 2022, terwijl de bezettingsgraad in de industrie zal stijgen van ongeveer 91% tot 95% in het begin van 2020. Volgens het management zijn er aanzienlijke prijsstijgingen nodig voordat de marktspelers aanvullende herinvesteringsbeslissingen nemen.

Na een daling van de REBITDA voor de Performance Chemicals in de eerste jaarhelft, heeft Solvay in het derde kwartaal een sterke groei van +8,2% geboekt, wat voor een belangrijk deel te danken is aan een betere prestatie van natriumcarbonaat. De stijgingen van de spotprijzen zijn een goed voorteken voor de contractprijzafspraken van 2019. In het licht van de recente economische zwakte blijft KBC Securities voorzichtig en ziet de REBITDA-marge in 2019 met een magere 20 basispunten stijgen.

De mening van KBC

De koers van het Solvay-aandeel stond de afgelopen maanden sterk onder druk door de toenemende vrees voor de wereldwijde economische vooruitzichten, de zwakke gegevens in de auto-industrie en de dalende olieprijs (die naar verwachting van invloed zal zijn op Novocare). KBC Securities heeft een conservatief standpunt ingenomen ten aanzien van de winstverwachtingen en baseert zich op een autonome groei van de onderliggende EBITDA-groei van 5% op jaarbasis¹⁸ (ten opzichte van een marge van 5-6%), wat neerkomt op een autonome groei van 3,5% in het vierde kwartaal¹⁸.



Solvay	14	15	16	17	18	19E	20E	21E
Omzet	10,629	11,047	11,403.0	10,891.0	10,630.4	10,950.5	11,271.8	11,732.0
REBITDA (€m)	1,783	1,955	2,284.0	2,230.0	2,225.2	2,334.6	2,443.4	2,559.0
REBITDA marge	16.8%	17.7%	20.0%	20.5%	20.9%	21.3%	21.7%	21.8%
Netto resultaat	80	406	620.0	1,060.0	813.6	859.7	943.3	1,033.0
						19E	20E	21E
P/E	17.7x	16.3x	16.5x	12.6x	16.7x	11.6x	10.5x	9.6x
EV/EBITDA	9.2x	11.3x	10.1x	9.4x	7.9x	7.3x	6.8x	6.4x
Koers/boekwaarde	1.5x	1.0x	1.2x	1.3x	1.0x	0.9x	0.9x	0.9x
Rendement op vrije cash flow	7.3%	1.4%	6.7%	10.7%	5.8%	4.9%	6.2%	6.2%
Dividendrendement (bruto)	3.0%	2.8%	3.0%	3.1%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%
						19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	778.0	4,379.0	4,355.0	3,145.0	2,962.4	1,577.5	1,383.4	1,196.9
Net debt/REBITDA	0.44x	2.24x	1.91x	1.41x	1.33x	0.68x	0.57x	0.47x
						19E	20E	21E
Omzet-groei	2.5%	3.9%	3.2%	-4.5%	-2.4%	3.0%	2.9%	4.1%
REBITDA-groei	7.2%	9.6%	16.8%	-2.4%	-0.2%	4.9%	4.7%	4.7%
Netto winstgroei	-70.4%	407.5%	52.7%	71.0%	-23.2%	5.7%	9.7%	9.5%

Bron: KBC Securities

De komende drie jaar kan de onderliggende EBITDA gemiddeld slechts met 4,8% groeien (onder de eigen verwachting van de onderneming van 6-9%). Voor 2019 gaat Solvay bijvoorbeeld uit van een onderliggende EBITDA-groei van 4,9%, aangedreven door Advanced Materials (+6,1%) en Performance Chemicals (+4,6%), respectievelijk ondersteund door de groei van de composietmaterialen en een betere nettoprijs van natriumcarbonaat.

Ook al verwachten ze geen grote positieve nieuwsstroom op korte termijn, toch zijn ze van mening dat de verbeterende dynamiek in composieten en de nog steeds behoorlijke REBITDA-groei die voor volgend jaar wordt verwacht, het aandeel na de zwakte van de afgelopen maanden zou moeten kunnen herwaarderen. Bij een P/E_{19e} van 11,1x en een EV/REBITDA_{19e} van 7,15x, zijn ze van mening dat Solvay aanzienlijk lager noteert dan zijn concurrenten, zelfs indien in overweging genomen wordt dat de rendementen van de vrije kasstromen enigszins beïnvloed worden door de erfenisproblematiek (o.a. voor de pensioentekorten).

Midden december verhoogde KBC Securities op basis van bovenstaande analyse het advies van "houden" naar "Kopen, met een koersdoel van 120 euro. Dat is vandaag nog steeds zo.

PEER GROUP VALUATION

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			FCF YIELD			DIV YIELD
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018
Arkema	8.4	8.6	8.1	4.8	4.8	4.6	7.0	7.1	7.0	8.1%	8.4%	9.0%	3.3%
BASF	10.2	10.1	9.2	7.8	7.4	6.8	11.6	10.5	9.6	7.4%	7.7%	8.3%	5.4%
Clariant	12.3	11.3	10.6	7.6	7.2	6.6	11.6	10.2	9.7	4.3%	6.7%	8.6%	3.1%
Croda	12.8	15.4	14.2	7.3	7.7	6.8	9.9	11.0	9.6	6.6%	6.4%	6.2%	3.2%
DSM	12.4	14.8	13.5	7.7	8.6	8.0	10.6	12.5	11.5	5.9%	5.5%	5.7%	3.2%
Evonik	8.6	9.1	8.6	5.2	5.2	5.2	7.8	8.2	7.8	6.0%	7.1%	8.4%	5.2%
Hexcel	19.1	16.7	14.9	11.8	10.4	9.6	15.7	13.6	12.8	4.7%	5.7%	6.3%	1.0%
Lanxess	9.0	9.2	8.3	7.3	7.0	6.7	12.4	12.1	10.9	6.7%	7.7%	7.4%	2.2%
Symrise	30.9	26.6	23.4	16.0	14.7	13.4	23.5	21.2	18.4	2.6%	3.6%	4.3%	1.4%
Victrex	17.1	17.3	16.3	12.7	12.9	12.2	14.5	14.6	13.5	5.2%	5.2%	5.5%	5.4%
Average	14.1	13.9	12.7	8.8	8.6	8.0	12.5	12.1	11.1	5.7%	6.4%	7.0%	3.3%
Solvay	16.0	11.1	10.1	7.7	7.1	6.7	16.7	11.8	10.7	6.0%	5.1%	6.4%	4.2%

Source: Bloomberg, KBC Securities

Auteurs:	KBC Securities
Bijdrage door:	Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group
Gerelateerd:	



Tom Simonts
Senior Financial Economist
KBC Groep



E-mail:
Tel:
Mobile:

tom.simonts@kbc.be
+32 2 429 37 22
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep
Harvenlaan 2 (GCM)
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op www.kbceconomics.be, www.kbcsecurities.com en www.kbc.be

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?
Stuur een e-mail naar frontrow@kbc.be met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites www.kbc.be, www.kbcsecurities.be, www.kbcprivatebanking.be en www.kbceconomics.be/nl.html.

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – www.kbc.com